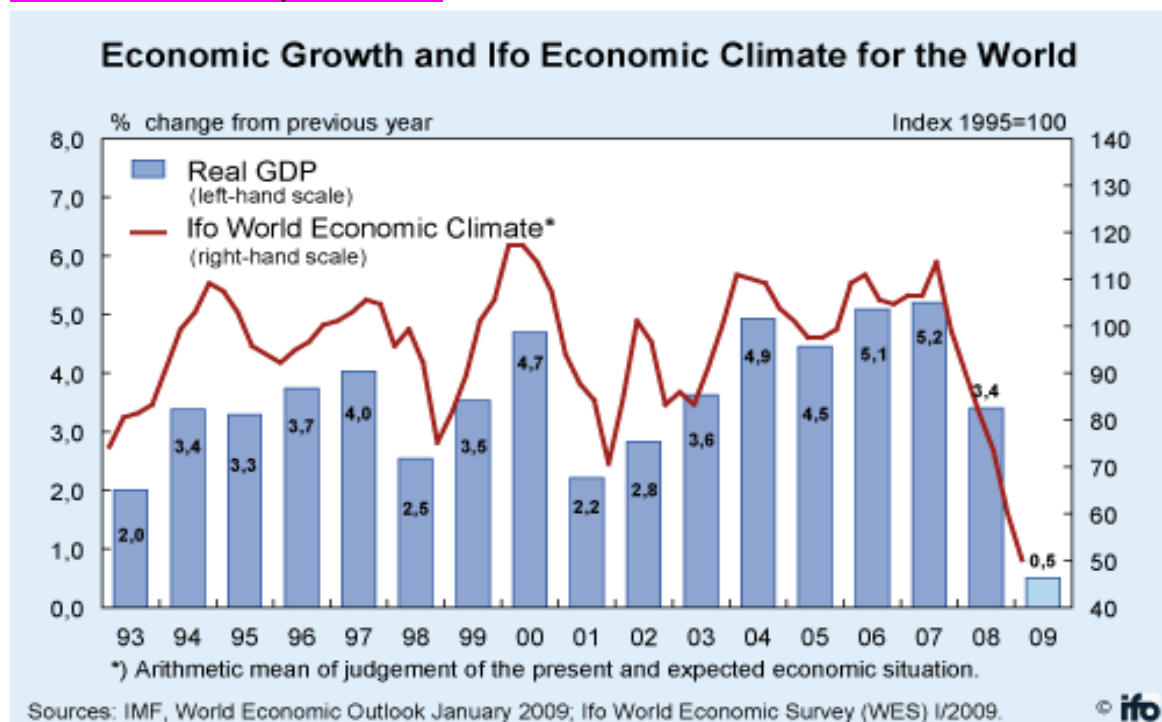


# Économie mondiale

Les agents économiques se sont rendus à l'évidence : les indicateurs de sentiment des Directeurs d'achat restent largement au-dessous du niveau de 50 points. En d'autres termes, ils signalent toujours une contraction de l'économie. Le même message prévaut quelque soit la zone géographique considérée : Amérique du Nord, Europe occidentale, Asie. La décélération est présente partout. Au total, l'économie mondiale connaîtra en 2009 sa croissance la plus faible depuis au moins 16 ans, soit au mieux +0,5% (estimation FMI de janvier). Au-delà, soit dès 2010-2011, il apparaît difficile de retrouver un rythme équivalent à celui de la décennie précédente, du fait des processus de désendettement généralisés à l'œuvre.

## Graph 1

### Croissance économique mondiale



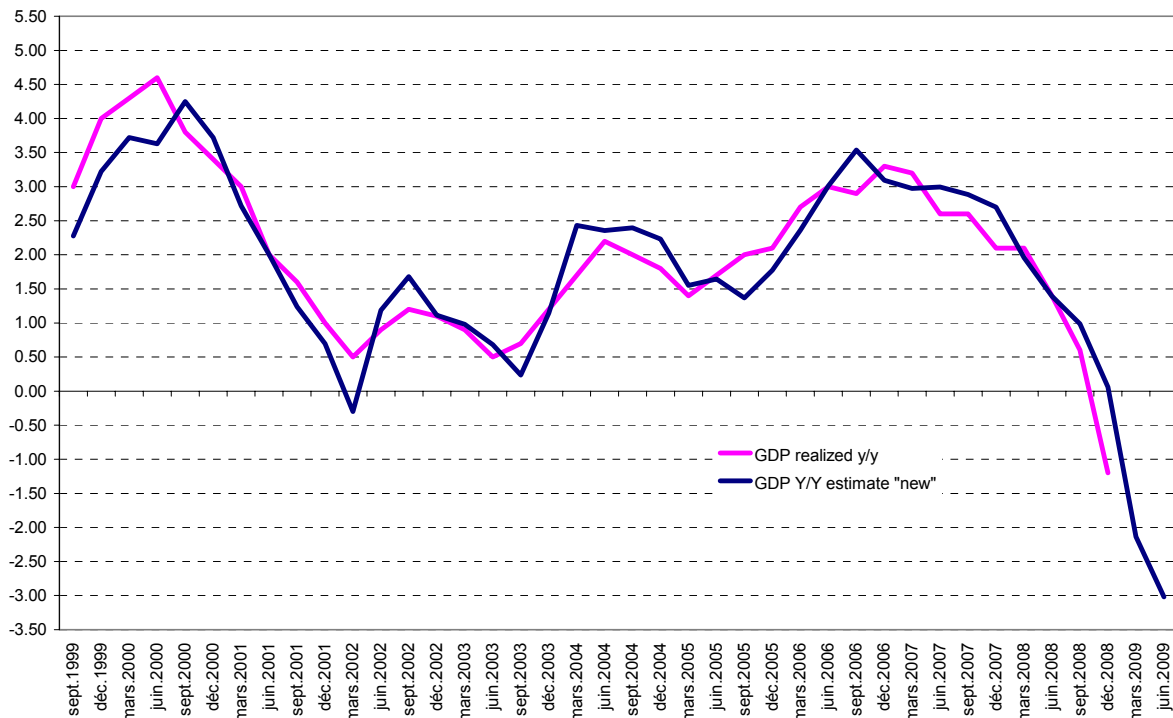
Nous sommes sans doute dans une phase où la mondialisation développe des effets négatifs de contamination : les régions les plus ouvertes au commerce extérieur sont fortement touchées et entraînées dans un cercle vicieux de baisses successives de la demande. Dans cette perspective, Chine et zone Euro apparaissent les moins bien positionnées, puisque le poids des exportations/importations y représente entre 35 et 40% du P.I.B. (contre moins de 15% pour les USA ou le Brésil).

Les autorités chinoises sont bien conscientes de l'ampleur du ralentissement auquel elles doivent faire face. Elles ont ainsi activé à la fois des instruments de politique monétaire et des moyens de politique budgétaire. L'annonce d'un plan de relance de 586 milliards de dollars (soit environ 14% du PIB annuel chinois) s'étendant jusqu'à 2010 devrait éviter que le ralentissement chinois ne se transforme en récession.

En zone Euro, la croissance a été légèrement moins négative qu'aux Etats-Unis en T4 (-6% annualisés), mais les premiers trimestres de 2009 devraient s'avérer mauvais en absolu. En nous basant sur les indicateurs de sentiment des Directeurs d'achat (PMI) nous tablons sur une détérioration supplémentaire de la conjoncture à l'horizon des prochains mois (voir graphique ci-après).

## Graph 2

## Euroland : Croissance du PIB observée et attendue



La construction européenne est notamment caractérisée par un manque de coordination des politiques budgétaires nationales. Ceci n'implique pas que les plans de relance soient absents. Au total, ils s'élèveront à plus de 130 milliards d'euros sur la période 2008-2010 en Allemagne, France, Espagne et Italie. Quoique modeste en comparaison internationale, ces plans ont le mérite d'exister.

De son côté, le Japon s'enfonce dans la récession. Les deuxième et troisième trimestres 2008 s'étaient traduits par une croissance négative de 1,2%, respectivement 0,4%, en termes réels. La chute s'est accélérée au quatrième trimestre, puisque la diminution du PIB a atteint 3,2%. Facteur aggravant, les variations en termes nominaux sont également négatives. La dégradation du solde extérieur est la principale responsable de cette évolution. Elle a également entraîné un recul de l'investissement. Finalement, la consommation privée s'est également révélée être un contributeur négatif à la croissance. Dans un tel contexte, trois plans de relance (depuis décembre) représentant 2% du PIB ont été votés. Ils ne devraient pourtant pas empêcher l'économie nippone de connaître une seconde année de récession en 2009.

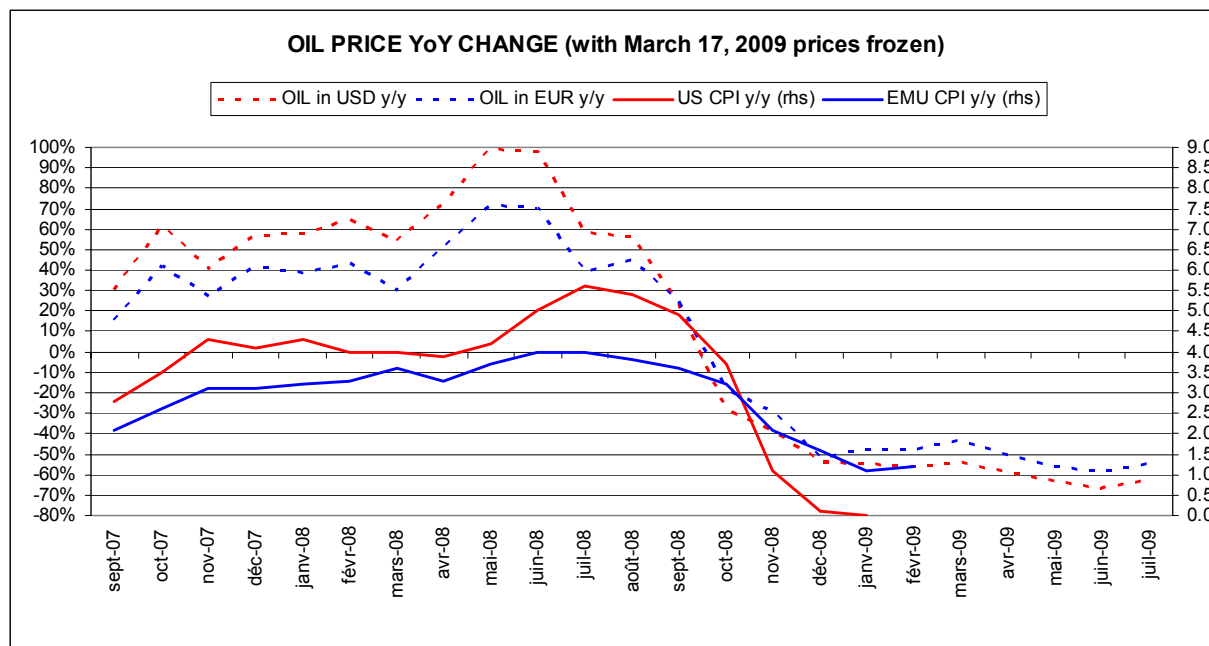
Aux Etats-Unis, la révision à la baisse de la constitution des stocks a entraîné une baisse de l'estimation de croissance pour T4 2008, qui se situe maintenant à -6,2% en termes annualisés. Le marché immobilier peine encore à trouver un point bas, alors que le chômage remonte mois après mois (8,1% en février). Tout cela augure mal de la consommation des ménages, qui a enlevé 3 points de pourcentage à la croissance de T4.

A ce jour, la récession dure depuis déjà plus d'un an. A ce titre, elle est d'ores et déjà plus longue que la durée moyenne de 350 jours observée depuis 1960. Seules les deux contractions liées aux chocs pétroliers de novembre 1973 à mars 1975 et de juillet 1981 à novembre 1982 ont dépassé une année. Il est donc probable que l'on retrouve au moins un trimestre de croissance positive en 2009, ne serait-ce que du fait du stimulus budgétaire. La relance de début 2008 s'était traduite par un 2<sup>ème</sup> trimestre 2008 à 2,8% de croissance annualisée, soit 2 points de plus que la moyenne de l'année. A l'époque, il s'agissait d'un plan à 250 milliards de dollars. Aujourd'hui, c'est de près de 800 milliards dont on parle. Au-delà d'un stimulus fiscal ponctuel sans doute plus puissant, la question de la pérennité d'effets d'entraînement sur l'activité reste posée : la confiance ne se décrète pas.

Sans surprise, nous avons retenu une hypothèse de variation négative du PIB pour 2009. En effet, la consommation privée demeurera pénalisée par le resserrement des conditions de crédit, par un marché immobilier encore difficile et par la forte dégradation du marché du travail. De plus, la demande externe sera un moindre facteur de soutien compte tenu de notre scénario de ralentissement économique mondial.

### Graph 3

#### Evolution du prix du pétrole et de l'inflation en zone euro et aux USA (glissement annuel)



Après avoir atteint près de 100% de variation en glissement annuel en mai 2008, le prix du pétrole s'inscrit depuis trois mois en baisse de près de 50%, ce qui a eu un impact favorable sur l'évolution de l'inflation (voir graphique). La hausse des prix à la consommation a faibli un peu partout passant en février à 0,2% en glissement annuel aux Etats-Unis (contre 5,5% en août 2008), 1,2% en zone Euro (contre 4% en juillet 2008), 3% au Royaume-Uni (chiffre de janvier 2009, à comparer avec +5,2% en septembre 2008), -1,6% en Chine (contre 8,7% en février 2008), 0% au Japon (chiffre de janvier à comparer avec +2,3% en juillet 2008). A prix du pétrole inchangé, l'inflation devrait rester faible encore au moins pendant quelques mois, à la fois aux Etats-Unis et en zone Euro, préservant un peu de pouvoir d'achat pour des ménages qui doivent faire face à la forte détérioration du marché du travail.

Depuis quelque temps, l'inflation totale est plus basse aux Etats-Unis qu'en zone Euro. On peut cependant rappeler qu'il ne s'agit pas là de la mesure d'inflation la plus importante aux yeux du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (FOMC). L'indicateur privilégié de la Banque centrale est le déflateur hors alimentation et énergie de la consommation personnelle qui s'est inscrit à +1,6% en glissement annuel en janvier 2009, soit à l'intérieur de la zone de confort de la Banque centrale.

Il est à ce stade erroné de parler de déflation dans les économies occidentales : hors-alimentation et énergie la variation des prix reste positive. L'inflation sous-jacente (c'est-à-dire la hausse des prix expurgée des effets volatils liés aux prix de l'énergie et de l'alimentation) se situait à 1,7% en glissement annuel en février dans la zone euro (soit 0,1% au-dessus de sa moyenne calculée depuis l'introduction de l'euro), à 1,8% aux Etats-Unis, à 1,3% au Royaume-Uni.

Au Japon, le message délivré par l'indice des prix à la consommation diffère toujours de celui du déflateur du PIB. Toutefois, le signe de leurs variations s'est inversé. C'est maintenant le déflateur du PIB qui progresse, alors que la variation des prix hors alimentation et énergie s'est inscrite à -0,2% en glissement de janvier 2008 à janvier 2009.

Dans le cas de la Chine enfin, l'analyse de la variation des prix est rendue plus difficile puisque de nombreux postes de dépenses sont soit exclus du calcul de l'indice de prix, soit font l'objet de prix administrés. Au vu de la forte accélération de la croissance monétaire au tournant de l'année (plus de 20% en glissement annuel en février pour M2), nous pensons que les chiffres d'inflation négative ne perdureront pas.

#### Graph 4

### Prévisions économiques 2008-2009

## 2008/09 Economic forecasts

	GDP				INFLATION			
	Economic Consensus		CAS		Economic Consensus		CAS	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
USA	1.1	-2.1	=	+	3.9	-0.9	=	+
EURO	0.8	-2.0	=	-	3.3	0.8	=	=
UK	0.7	-2.6	=	=	3.6	1	=	+
JAPAN	0	-3.8	=	=	1.5	-0.8	=	=
CHINA	9.3	7.2	=	-	6.3	0.3	=	+

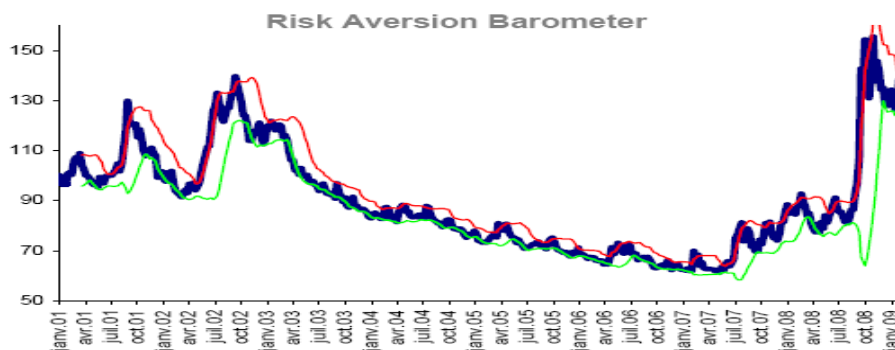
## Marchés d'actions

Depuis fin 2008, à la seule exception du Brésil et de la Chine, les bourses mondiales ont toutes enregistré des pertes : environ -13% pour le S&P500 en dollars, -17% pour le DJ Euro Stoxx50, -14% pour le CAC 40, -10% pour le Nikkei 225.

Pourtant, notre mesure d'aversion pour le risque a également marqué un certain recul. Elle n'est cependant pas revenue dans la zone correspondant à l'été passé. Il apparaît prématuré de considérer la situation comme normalisée.

#### Graph 5

### Baromètre d'aversion au risque

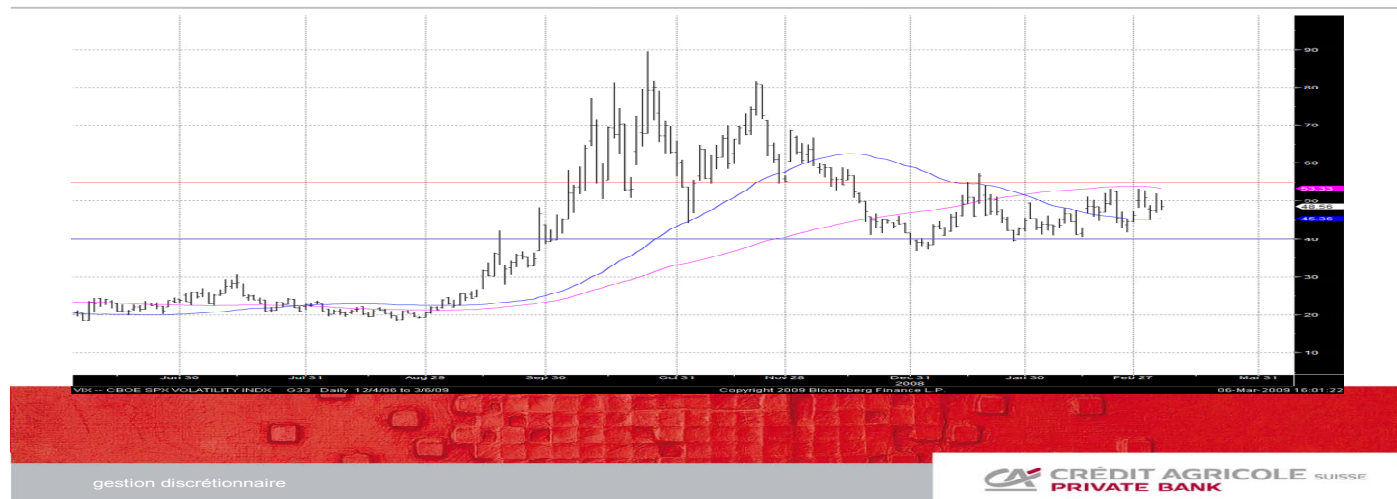


Plus spécifiquement, la volatilité du marché actions ne se situe que légèrement au-dessous de sa moyenne des trois derniers mois. Elle s'est peut-être installée dans une nouvelle fourchette (de 40% à 55%) correspondant à un nouveau paradigme.

### Graph 6

#### Volatilité (VIX) du marché d'actions

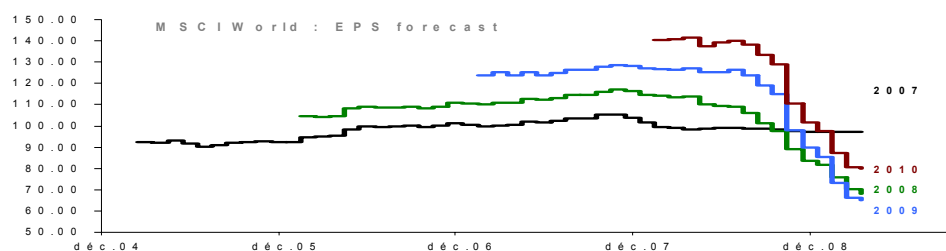
## Volatilité : range 40 / 55: nouvelle norme de risque ?



Si les profits baissent en 2009, ce qui est probable, ce serait la troisième année de recul consécutif. Le consensus est maintenant devenu négatif en Europe aussi, ne signifiant pas que l'ajustement à la baisse soit terminé.

### Graph 7

#### Evolution de la prévision des bénéfices par action



L'ampleur des reculs observés au cours des exercices passés fait apparaître de fortes progressions des estimations bénéficiaires pour 2010. Celles-ci ne seront validées que s'il y a bien sortie de récession vers la fin 2009.

Compte tenu de ces prévisions, du niveau des taux d'intérêt et de l'évolution récente des marchés boursiers, les évaluations en termes de ratios cours/bénéfices apparaissent plutôt attractives. Ceci doit pourtant davantage être interprété comme un filet de sécurité propre à limiter l'ampleur de nouvelles baisses que comme un signal d'achat. De toute façon, ce critère n'est toujours pas celui sur lequel les marchés portent en priorité leur attention aujourd'hui.

## Graphe 8

### Croissance des bénéfices par action par zone géographique

as of 12/03/09	EPS 1 Month Rev. 09	EPS YTD Rev. 09	EPS 1 Month Rev. 10	EPS YTD Rev. 10	EPS Growth Mean 09	EPS Growth Mean 10	Mean P/E 09	Mean P/E 10
MSCI The World Index Bench	-12.5%	-18.3%	-10.1%	+14.4%	-5%	+22%	11.6	9.4
Msci Usa Bench	-6.2%	-19.2%	-6.6%	+17.6%	+8%	+24%	11.9	9.6
Msci Europe Bench	-14.0%	-44.9%	-11.6%	-14.5%	-5%	+16%	9.2	8.0
Msci Japan Bench	-42.2%	-75.9%	-19.0%	-31.3%	-9%	+77%	26.5	15.0
Msci EM Bench	-10.1%	-52.2%	-7.1%	-15.9%	-20%	+26%	10.6	8.4

Toutefois, le degré de confiance que l'on peut accorder aux prévisions de profits doit rester mesuré. Aux Etats-Unis en particulier, les estimations relatives au secteur des valeurs cycliques reposent sur l'hypothèse d'une reprise au troisième trimestre 2009, alors que celles touchant les financières partent de l'idée d'une croissance retrouvée dès le deuxième trimestre. De plus, les sociétés actives dans le domaine de la technologie doivent faire face à une chute sévère de leurs commandes.

En parallèle, notre méthodologie de sélections de titres individuels (basée non seulement sur les profits futurs, mais aussi sur des critères de solvabilité et de positionnement technique) aboutit à un nombre restreint d'actions. Non seulement les pourcentages obtenus de titres éligibles pour un achat sur les marchés américains et européens sont parmi les plus faibles depuis l'été 2006, mais encore ils ont chuté de façon très marquée depuis trois mois.

In fine, on se souviendra que la convalescence du marché des actions américains après une récession est en générale plutôt longue : en observant les épisodes de récession depuis 1960 (au nombre de 7) on trouve que le marché perdait en moyenne 1,2% sur les 12 mois qui suivaient la fin de la récession. Il est vrai cependant que le nombre d'observations est faible et que les écarts à la moyenne sont importants. De plus, les optimistes diront que c'est avant la fin de la récession que le marché a rebondi. Pour notre part, nous avons choisi le camp de la prudence, partant du constat que nous sommes toujours en phase de contraction de l'économie.

## Marchés obligataires, devises

Les niveaux absolus des rendements atteints par les dettes d'Etat restent bas. Des distinctions entre zones géographiques peuvent être opérées. Ainsi, depuis le début de l'année les rendements américains à 10 ans sont passés de 2,2% à 2,5%.

Après la diminution du taux-objectif de la Réserve fédérale à 2% lors de la réunion du Comité de politique monétaire du 30 avril 2008, la Banque centrale a porté en trois étapes à un plus bas historique le niveau des taux des fonds fédéraux. Le 16 décembre, elle a assigné à son taux directeur une marge de fluctuation allant de 0 à 0,25%. En cumul, la baisse du taux-objectif sur les fonds fédéraux a ainsi atteint 425 points de base depuis septembre 2007. En outre, la Réserve fédérale a annoncé qu'en plus de ses achats de titres adossés à des prêts immobiliers, elle allait acquérir des obligations du Trésor américain, à hauteur de 300 milliards de dollars au cours des six prochains mois. Notre conviction de longue date d'une crise qui se dénouera favorablement mais seulement après un certain laps de temps repose sur la nécessité de voir des conditions monétaires expansionnistes perdurer. Les opérateurs de marché semblent maintenant partager cette opinion, puisqu'il n'y a plus de hausses de taux d'intérêt à court terme incorporées dans la courbe des rendements en USD avant fin 2009.

## Graph 9

### Différentiel entre les rendements d'Etat à 2 et 10 ans



En Union Economique et Monétaire, la référence allemande à 10 ans, bien que volatile, reste elle aussi autour des 3%. Là aussi la pentification est de rigueur, mais le mouvement est initié par l'appréciation des titres courts, reflet de la baisse du taux REFI par la Banque centrale européenne. Cette dernière avait relevé le 3 juillet 2008 de 25 points de base à 4,25% son taux directeur. Depuis lors, elle a dû admettre qu'abaisser son taux de référence faisait sens, procédant ainsi à cinq baisses successives, jusqu'à 1,5% le 6 mars. En revanche, le recours à des moyens non-conventionnels, s'apparentant à ceux choisis par la Réserve fédérale, reste une option.

Au Royaume-Uni, l'inflation est installée au-dessus de la cible de 2% de la Banque d'Angleterre depuis octobre passé. Ce chiffre n'a pas empêché la Banque centrale de s'embarquer dans une politique non-conventionnelle extrêmement accommodante, qui lui a permis via des achats de bons du Trésor d'organiser une baisse des rendements sur les dettes publiques bien sûr, mais également privées. Il est vrai qu'après la série de six baisses du taux de base depuis septembre 2008 qui ont permis d'atteindre un niveau de 0,5%, les mesures conventionnelles semblaient épuisées.

En Asie, la Banque du Japon a elle aussi participé à la baisse des taux directeurs organisée par les banques centrales. Elle a encore enlevé 20 points de base à son taux de référence (installé à 0,3% depuis le 31 octobre) en le fixant à 0,1% le 19 décembre. En parallèle, à 6% en glissement annuel en février, la croissance du bilan de la Banque centrale semble maintenant en voie d'accélération.

Conjointement avec les mesures de relance budgétaire prises par le gouvernement, la Banque de Chine a continué de privilégier la croissance. Depuis le 15 septembre son taux de prêt à 1 an est ainsi passé de 7,5% à 5,31%, alors que la croissance des agrégats monétaires s'inscrivait en forte hausse (+20,4% en glissement annuel en février pour M2, +21,5% pour les prêts).

Dans un tel contexte, nous maintenons notre stratégie d'investissement en nous positionnant sur le segment inférieur à 5 ans. Sur le segment plus long, notamment en Europe, nous réduisons notre exposition. Le niveau atteint actuellement sur les rendements, peu attractif, ne devrait pas attirer les investisseurs sauf à considérer une nouvelle baisse des indices d'inflation. En conséquence, une dégradation des rendements longs est possible.

Concernant les émetteurs privés, nous restons toujours très sélectifs en ne sélectionnant que les émetteurs offrant un certain nombre de caractéristiques (émetteurs reconnus, activités concentrées, ratio d'endettement faible, besoin de refinancement faible en 2009-2010, peu de financement clients par l'émetteur...). Aussi restons-nous majoritairement investis sur des titres émis par des Etats, organismes supranationaux.

Il est intéressant de relever que les inquiétudes relatives à la pérennité de la zone euro nous paraissent exagérées. Dans cette optique, les rémunérations offertes par les obligations

gouvernementales grecques semblent attractives, notamment au vu de la taille du système bancaire par rapport au PIB (voir tableau).

**Grphe 10**

**Ratios Actifs bancaires totaux/ PIB**

	GDP	Bank Assets	Bank assets/ GDP
Germany	2,503	7,985	319%
France	1,973	7,988	405%
Italy	1,599	3,775	236%
Spain	1,097	3,244	296%
Netherlands	586	2,378	405%
Belgium	351	1,336	381%
Austria	284	1,065	374%
Greece	250	456	182%
Ireland	186	1,807	973%
Finland	190	393	207%
Portugal	168	473	282%
Europe	9,187	30,899	336%
UK	1,568	8,176	521%
US*	10,219	9,606	94%

\* US data taken from Federal Reserve statistical release on commercial banking  
Other sources: OECD, ECB